

НЕ СЛИШКОМ ЩЕДРОЕ ПРЕДЛОЖЕНИЕ ОТ ЗНАКОМОГО ЭМИТЕНТА

Банк размещает облигации на 5 млрд руб.

Возвращение на рынок рублевых облигаций. Банк «ДельтаКредит» проводит сбор заявок на участие в размещении нового выпуска рублевых облигаций серии 06 объемом 5 млрд руб. Срок обращения выпуска составит пять лет с офертой через три года. Сбор заявок продлится до 20 июня, а размещение, которое предполагается провести через котировальный лист «В» на ММВБ, запланировано на 22 июня. Выпуск удовлетворяет всем критериям для включения в ломбардный список ЦБ. Ранее у банка уже находились в обращении два выпуска рублевых облигаций общим объемом 3,5 млрд руб., последний из которых был погашен в мае прошлого года.

Поручительство от материнской структуры. Условиями выпуска предусмотрено поручительство по облигациям со стороны конечного бенефициара ДельтаКредита – французской группы Societe Generale S.A. (A+/Aa2/A+), что позволило агентству Moody's присвоить данному выпуску кредитный рейтинг «A2» – на три ступени выше, чем у самого эмитента. По всей видимости, таким образом банк рассчитывает снизить для себя стоимость заимствований, о чем свидетельствуют ориентиры по доходности выпуска, предлагающие скромную премию к бондам материнского по отношению к ДельтаКредиту Росбанка.

Объединение российских активов SG почти завершено. Объединение российских активов Societe Generale (к которым относятся Росбанк, БСЖВ, ДельтаКредит и Русфинанс Банк), о котором было объявлено в феврале 2010 г., близится к завершению. В рамках первого этапа Росбанк, который станет центром консолидации всех банков, приобрел 100% акций ДельтаКредита и Русфинанс Банка (сделка была закрыта 17 января 2011 г.). На втором этапе произойдет объединение Росбанка и БСЖВ (планируется, что сделка будет закрыта уже в июле этого года). По завершении объединения 81,5% акций новой структуры будет принадлежать Societe Generale, остальное – миноритарным акционерам, крупнейшим из них является Группа ВТБ, которой акции достались как залог по кредиту группе «Интеррос». Правда, для ВТБ акции Росбанка являются скорее портфельной инвестицией, которые группа намерена в последствие продать Societe Generale по мере роста стоимости пакета. После объединения новый банк должен стать крупнейшей международной финансовой структурой, работающей в России, и войти в ТОП-5 российских банков по объему кредитного портфеля. На текущий момент Societe Generale принадлежит 74,9% акций Росбанка, который, как указывалось выше, владеет 100% акций ДельтаКредита.

Информация о выпуске

Эмитент	ЗАО «КБ «ДельтаКредит»
Кредитный рейтинг эмитента	Ваа2
Поручительство	Societe Generale S.A. (A+/Aa2/A+)
Кредитный рейтинг выпуска	A2
Серия облигаций	06
Объем	5 млрд руб.
Дата размещения	22 июня 2011 г. (предварительно)
Срок обращения	пять лет
Купон	полугодовой
Оферта	три года
Котировальный лист на ММВБ	В
Закрытие книги заявок	20 июня 2011 г.
Ориентир по ставке купона	7,15–7,65 (УТР 7,28–7,80%)

Очень высокая капитализация на фоне стагнации активов

Динамика финансовых показателей, млрд руб.

МСФО (неауд.)	3М10	6М10	9М10	2010	3М11
Чистые проц. доходы	712	1 433	2 130	2 816	657
Чистые комис. доходы	54	107	192	257	40
Доходы от операций с ц.б.	(44,7)	(78,6)	(120,2)	(129,0)	(14,8)
Д-ды от опер. с ин. валютой	(7,3)	(2)	(8,2)	(9,2)	(9,2)
Оумм. операц. доходы	715	1 460	2 221	2 962	676
Операционные расходы	(160)	(311)	(480)	(670)	(225)
Резервы	(51)	(77)	(106)	(107)	587
Чистая прибыль	434	888	1 337	1 771	838
Ден. средства и эквив.	3 180	4 012	4 321	2 180	4 442
Средства в банках	7 708	4 395	2 403	3 258	1 255
Ценные бумаги	-	26	44	53	53
Кредиты и авансы клиентам	46 186	48 456	48 562	50 189	49 421
Основные средства	64	62	59	91	87
Прочие активы	125	170	224	296	283
Активы	57 263	57 121	55 614	56 068	55 541
Средства банков	4 849	4 858	4 534	4 396	3 735
Средства связ. сторон	39 544	40 812	39 394	39 600	39 002
Средства клиентов	413	380	453	532	670
Долговые ценные бумаги	4 340	2 505	2 219	2 088	1 816
Собственный капитал	7 686	8 147	8 590	9 024	9 848
Коэффициенты					
Чистая проц. маржа, %	5,2	5,3	5,4	5,2	5,0
ROAA, %	3,1	3,2	3,2	3,2	6,0
ROAE, %	23,3	23,1	22,5	21,8	35,5
Просроч. задолженность, %	1,7	1,7	1,7	1,5	1,5
Норма резервирования, %	2,0	1,9	1,9	1,8	0,6
Достаточность капитала, %	37,0	37,8	39,9	40,6	44,4
Д-ть капитала I уровня, %	30,1	31,2	33,1	34,1	37,7
Кредиты/Депозиты*, %	115,6	117,6	110,5	125,1	124,6
Расходы/Доходы, %	22,3	21,3	21,6	22,6	33,3

Источники: ДельтаКредит, оценка УРАЛСИБа

* депозиты с учетом средств Societe Generale

Специализация – ипотечное кредитование. ДельтаКредит специализируется исключительно на ипотечном кредитовании населения, занимая, по данным банка, третье место среди российских кредитных организаций по объему выданных ипотечных кредитов. По размеру активов банк по итогам I квартала занял 70-е место среди российских банков, согласно рэнкингу Интерфакса. В настоящее время представительства ДельтаКредита находятся в девяти крупнейших российских городах (включая Москву и Санкт-Петербург), кроме того, банк продает свои продукты через региональную сеть банков-партнеров. На текущий момент его владелец – Росбанк – располагает более чем 650 офисами по всей России. Данная модель ведения бизнеса позволяет ДельтаКредиту сохранять довольно высокую операционную эффективность: отношение Расходы/Доходы, хоть и подскочило на 10,6 п.п. в I квартале 2011 г. (относительно 2010 г.), но остается на довольно низком уровне – 33,3%.

Невысокая маржа и высокое качество активов. Следствием ипотечной специализации банка является его низкая (по сравнению с другими розничными банками) чистая процентная маржа и достаточно высокое качество активов. Так, на конец I квартала 2011 г. доля просроченных кредитов составляла всего 1,5% (не изменилась по сравнению с концом 2010 г.) против 3,6% по отрасли в целом. При этом все выданные кредиты, по сути, являются обеспеченными, поскольку выдаются под залог недвижимости, которая в случае неуплаты переходит на баланс банка. Объем уже перешедших банку активов невелик – 185 млн руб., или всего 0,3% совокупных активов ДельтаКредита на конец I квартала. Однако расплачиваться за пониженные риски банку приходится крайне скромной маржой – 5,2% в 2010 г. и 5,0% в I квартале 2011 г., – что находится на уровне корпоративных банков (см. таблицу ниже), поскольку ипотечный бизнес сам по себе является низкорентабельным. С начала текущего года ЧПМ ДельтаКредита находится под давлением, и, по словам представителей банка, в этом году роста ставок по выдаваемым ипотечным кредитам не ожидается, таким образом, уровень маржи до конца года будет определяться стоимостью пассивов.

Ключевые показатели ряда российских банков

Дельта Кредит в сравнении с другими российскими банками

	Рейтинги (S/M/F)	Активы, млн долл.	ЧПМ, %	Расходы / Доходы	RoAA, %	Кредиты / Депозиты	Капитал I уровня, %	Резервы / Кредиты, %	
2009	Альфа-Банк	BB-/Ba1/BB	21 646	5,1	0,51	0,3	1,0	12,5	10,1
	Банк СГБ	Ba3	7 844	5,0	0,25	0,3	0,9	10,7	9,1
	ДельтаКредит	Baa2	1 836	7,3	0,15	4,4	1,2	29,7	1,9
	КБ Восточный	B2	1 745	11,4	0,62	0,5	0,9	13,7	6,8
	Кредит Европа	Ba3/BB-	2 311	8,2	0,40	2,1	2,2	18,2	7,3
	ЛОКО-Банк	B2/B+	1 106	3,5	0,38	1,8	1,3	15,6	7,5
	МДМ-Банк	B+/Ba2/BB	13 411	6,5	0,43	(0,4)	1,2	15,3	15,7
	МКБ	B1/B+	2 898	5,8	0,42	1,0	1,3	12,7	2,4
	НОМОС-Банк	Ba3/BB-	9 226	6,2	0,29	1,4	1,2	13,2	9,5
	Промсвязьбанк	Ba2/BB-	15 688	6,7	0,41	(0,1)	0,9	8,1	12,7
	Ренессанс Кредит	B/B3/B	1 436	12,5	0,67	(8,1)	4,3	22,0	15,2
	Русский Стандарт	B/B3/B	4 665	12,8	0,66	(2,3)	3,5	21,1	9,2
	СКБ-банк	B1/B	1 963	6,0	0,64	0,1	0,7	17,1	9,0
ХКФБ	B+/Ba3/BB-	3 212	22,8	0,37	4,6	4,3	27,8	13,1	
2010	Альфа-Банк	BB-/Ba1/BB	28 478	5,7	0,44	2,2	1,0	10,8	7,6
	Банк СГБ	Ba3	8 927	5,1	0,32	1,6	1,0	10,5	9,6
	ДельтаКредит	Baa2	1 839	5,2	0,33	6,0	1,2	37,7	1,8
	КБ Восточный	B2	3 008	10,8	0,58	3,1	1,0	11,6	8,7
	Кредит Европа	Ba3/BB-	2 780	7,6	0,49	3,4	1,9	17,1	3,7
	ЛОКО-Банк	B2/B+	1 637	4,1	0,51	1,9	1,4	12,1	4,0
	МДМ-Банк	B+/Ba2/BB	12 579	5,2	0,66	0,5	1,0	16,6	11,9
	МКБ	B1/B+	5 418	5,5	0,39	2,4	1,1	8,3	2,6
	НОМОС-Банк	Ba3/BB-	17 363	5,2	0,38	2,6	1,1	10,9	4,4
	Промсвязьбанк	Ba2/BB-	15 559	5,3	0,53	0,5	1,0	9,4	10,8
	Ренессанс Кредит	B/B3/B	1 334	32,3	0,42	3,7	1,7	27,8	3,6
	Русский Стандарт	B+/Ba3/B+	4 488	15,9	0,61	1,3	1,3	19,7	8,7
	СКБ-банк	B1/B	2 720	5,6	0,66	1,0	0,8	7,3	6,8
ХКФБ	B+/Ba3/BB-	3 310	24,9	0,38	9,5	3,2	32,7	7,3	

Источники: данные банков, оценка УРАЛСИБа

Основа фондирования – средства материнской структуры. На средства, полученные от группы Societe Generale, приходится порядка 85% обязательств банка, еще около 4% составляют ценные бумаги, выпущенные в рамках секьюритизации части ипотечного портфеля, 8% – средства других банков (среди которых преимущественно международные фи-

Банк размещает облигации на 5 млрд руб.

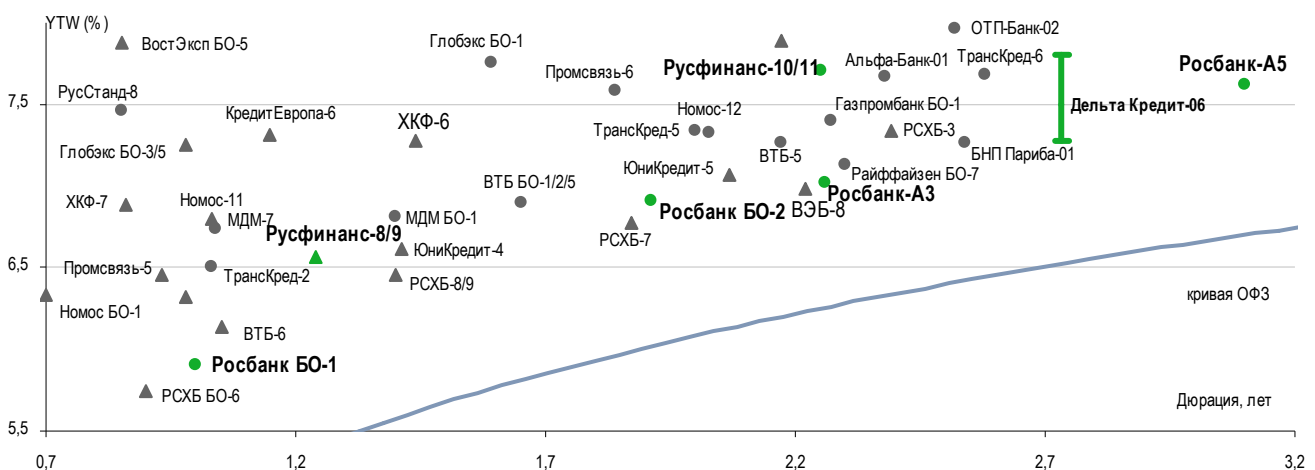
нансовые институты), а средства клиентов составляют менее 1% обязательств. Такая структура фондирования должна, с одной стороны, быть благоприятной для внешних кредиторов банка, но с другой стороны, делает его чрезмерно зависимым от действий акционера. Пока ДельтаКредит, с момента вхождения в его структуру Societe Generale, пользовался полноценной поддержкой своей материнской структуры, однако средства предоставлялись на рыночных условиях, о чем свидетельствует довольно низкий уровень маржи. В текущем году банк намерен диверсифицировать пассивы путем привлечения средств с рынка облигаций. Помимо размещаемого выпуска на 5 млрд руб. в руководстве банка не исключают возможности до конца года разместить еще один выпуск рублевых облигаций (либо классических, либо ипотечных), также на 5 млрд руб. В этом случае, исходя из прогноза банка по объему обязательств на конец 2011 г., доля привлеченных на фондовых рынках средств увеличится до 21%.

Высокие показатели прибыльности и капитализации. 89% активов ДельтаКредита представлено ипотечными кредитами довольно высокого качества. Кроме того, как отмечалось выше, избранная банком модель ведения бизнеса позволяет ему поддерживать высокие показатели операционной эффективности, поэтому, несмотря на невысокую ЧПМ, банк стабильно генерирует довольно существенную для своих размеров чистую прибыль. В 2010 г. ее размер составил 1,77 млрд руб., в I квартале 2011 г. – 838 млн руб., а по итогам всего года банк планирует получить 1,94 млрд руб. (+9,4% год к году). Это предполагает доходность средних активов и капитала в I квартале на уровне 6,0% и 35,5% соответственно, что является одними из самых высоких показателей в секторе. На этом фоне примечательно, что за счет специфики своего бизнеса (все выданные банком кредиты являются обеспеченными, что позволяет применять коэффициент в 35% для взвешивания активов по рискам) ДельтаКредит обладает очень высокой достаточностью капитала, хотя обычно бывает наоборот (44,4% – общая достаточность капитала, 37,7% – достаточность капитала I уровня). По заявлению руководства банка, его акционер не выражал намерения вывести из банка излишек средств путем выплаты дивидендов, и они будут использованы для дальнейшего наращивания ипотечного портфеля.

Поручительство SG или более высокая доходность? В целом кредитный профиль ДельтаКредита выглядит достаточно устойчивым, что выражается в деятельном участии контролирующего акционера в фондировании банка при достаточно высоком качестве активов. Основные риски банка, по нашему мнению, – те же, что и у многих других финансовых институтов, а именно низкие темпы экономического роста и снижение реальных доходов населения. Дополнительный комфорт инвесторам в облигации призвана обеспечить прямая гарантия от Societe Generale S.A., при том что по остальным находящимся в обращении рублевым выпускам других банков группы SG такой гарантии не предоставляется. По всей видимости, это и стало причиной довольно низких на фоне других банков группы ориентиров по доходности (7,28–7,80% к оферте через три года), предполагающих спред к кривой ОФЗ в размере 76–128 б.п. Для сравнения, по выпускам Росбанк-А3, -А5 и -БО-02 эти спреды составляют 77 б.п., 92 б.п. и 89 б.п. соответственно, а по выпускам Русфинанс-10/11 (который, также как и ДельтаКредит, является 100-процентной «дочкой» Росбанка) этот спред и вовсе достигает 145 б.п. Таким образом, для инвесторов, которым важна гарантия (и, соответственно, высокий рейтинг «А2» по выпуску), предложение может быть привлекательно на всем диапазоне доходности, учитывая уровень, на котором торгуется не имеющий схожей гарантии выпуск БНП-Париба-01 (УТМ 7,26%, спред к ОФЗ – 84 б.п.). Тем же участникам рынка, для которых наличие гарантии непринципиально и которые просто хотят приобрести риск SG, мы рекомендовали бы покупать более доходные с учетом разницы в дюрации выпуски Русфинанс-10/11 (УТМ 7,7%).

Поручительство SG или более высокая доходность?

Облигации банков первого-второго эшелонов по состоянию на 10 июня 2011 г.



Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

Департамент по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель департамента

Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

Управление продаж и торговли

Руководитель управления

Сергей Шемардов, she_sa@uralsib.ru

Управление продаж

Коррадо Таведжиа, taveggiac@uralsib.ru

Елена Довгань, dov_en@uralsib.ru

Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru

Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru

Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru

Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru

Дэниэл Фельцман, feltsmand@uralsib.ru

Управление торговли

Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru

Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru

Александр Глебов, glebovav@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlovaa@uralsib.ru

Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru

Дарья Союшкина, sonyushkinada@uralsib.ru

Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Региональные выпуски

Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru

Александр Маргеев, margeevas@uralsib.ru

Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru

Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru

Наталья Грищенко, grischenkovane@uralsib.ru

Антон Кулаков, kulakovak@uralsib.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

Надежда Мырсыкова, myrsikovanv@uralsib.ru

Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru

Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru

Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru

Стратегия/Политика

Крис Уифер, sweafer@uralsib.ru

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Макроэкономика

Алексей Девятков, devyatovae@uralsib.ru

Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Василий Дегтярев, degtyarevm@uralsib.ru

Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru

Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

Английский язык

Джон Уолш, walshj@uralsib.ru

Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru

Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru

Хиссам Латиф, latifh@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru

Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru

Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/ Информационные технологии

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Константин Белов, belovka@uralsib.ru

Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

Анна Куприянова, kupriyanovaa@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru

Александр Шелестович, shelestovich@uralsib.ru

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru

Евгений Гринкруг, grinkruges@uralsib.ru

Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru

Анна Разинцева, razintsevaav@uralsib.ru

Степан Чургов, chugrovss@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он не должен использоваться или рассматриваться как oferta или предложение делать oferty. Несмотря на то что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, УРАЛСИБ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни УРАЛСИБ, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации. Все права на бюллетень принадлежат ООО «УРАЛСИБ Кэпитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ Кэпитал 2011